

祁连山 (600720.SH) 买入 (维持评级)

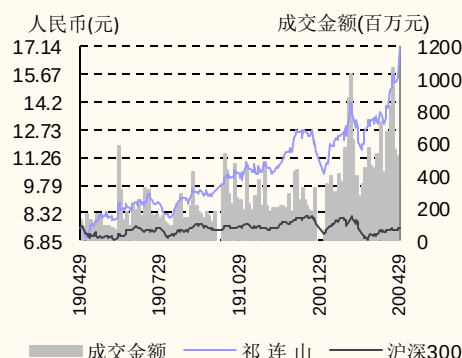
公司点评

市场价格 (人民币): 17.14 元

目标价格 (人民币): 21.34 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	7.76
已上市流通 A 股(亿股)	7.76
总市值(亿元)	133.06
年内股价最高最低(元)	17.14/12.99
沪深 300 指数	3867
上证指数	2822

**相关报告**

- 1.《甘青水泥龙头 当理想照进现实-祁连山 (600720) 首次覆盖...》，2020.4.26

丁士涛 分析师 SAC 执业编号: S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

区域需求旺盛，业绩有望超预期**公司基本情况(人民币)**

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.843	1.590	2.266	2.592	2.785
每股净资产(元)	7.42	8.76	10.01	11.66	13.43
每股经营性现金流(元)	1.65	2.60	3.16	3.70	3.96
市盈率(倍)	7.65	7.89	6.72	5.88	5.47
净利润增长率(%)	13.93%	88.48%	42.56%	14.34%	7.47%
净资产收益率(%)	11.37%	18.14%	22.64%	22.23%	20.75%
总股本(百万股)	776.29	776.29	776.29	776.29	776.29

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布 20 年一季报，实现营收 5.76 亿元，同比减少 3.36%；归母净利润 1255.19 万元，同比减少 2.53%。

经营分析

- **一季度业绩超预期：**20 年 Q1，甘肃水泥均价 356 元（含税），较 19 年均价上涨 4 元，青海水泥均价 371 元（含税），较 19 年均价上涨 1 元。由于 Q1 是西北传统需求淡季，因此我们判断，收入下降主要与疫情影响有关。从三项费用率看，销售费用率 7.52%，同比增加 1.27 个百分点，主要是受疫情对物流影响所致；管理费用率 17.47%，同比减少 5.1 个百分点，符合我们对于公司管理费用见顶的判断；财务费用率 0.74%，同比减少 1.6 个百分点，主要与负债率下降有关。由于 Q1 是传统淡季且受疫情影响，公司扣非后净利润为 12 年来首次在 Q1 实现盈利，公司业绩超出预期。
- **甘肃需求旺盛，水泥价格持续上涨：**据数字水泥网报道，20 年 4 月 29 日，兰州和白银部分水泥企业开始第二轮提价，幅度 30-50 元/吨。按照 20 年 4 月 28 日甘肃水泥均价（含税）384 元计算，涨幅 7.8%-13%。19 年甘肃省水泥价格上调三次，8 月最后一次调高后，价格一直保持到年底。由于重大工程需求旺盛，天水中材水泥已经开始停止 M32.5 袋装水泥（主要用于家装和农村市场）销售，以保证重大工程需要。
- **基建活动旺盛，甘青需求有保证：**20 年甘肃省重大项目同比增加 7 个，年度投资额增长 33%，交运领域投资增速加快 0.37 个百分点，铁路营运里程复合增速 6.5%、且具有持续性。未来五年，青海基建投资复合增速 10%。在脱贫攻坚和城镇化水平提高的背景下，甘青区域农村市场和房地产市场需求也有望保持快速增长。此外，总投资额 656 亿元的白龙江引水工程，已经进入可研招标阶段，“十四五”期间有望提振区域水泥需求。

盈利调整与投资建议

- 我们将 20 年公司水泥售价涨幅从 3%调高至 7%，预计公司 20-22 年归母净利润 17.59 /20.12 /21.62 亿元，较上次预测上调 14/13/12%。假设行业 20 年平均市盈率维持在当前的 9.4 倍，按照公司 20 年 EPS2.27 元计算，同步上调公司目标价至 21.34 元（上调 14%）的目标价。维持“买入”评级。

风险提示

- 经济下行；价格下跌；项目进度低于预期；错峰政策变化；环保风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	5,969	5,775	6,931	8,384	8,935	9,269
增长率		-3.3%	20.0%	21.0%	6.6%	3.7%
主营业务成本	-4,127	-3,863	-4,395	-4,885	-5,108	-5,249
%销售收入	69.1%	66.9%	63.4%	58.3%	57.2%	56.6%
毛利	1,842	1,912	2,536	3,499	3,826	4,020
%销售收入	30.9%	33.1%	36.6%	41.7%	42.8%	43.4%
营业税金及附加	-62	-74	-84	-102	-108	-112
%销售收入	1.0%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	-316	-300	-346	-402	-420	-426
%销售收入	5.3%	5.2%	5.0%	4.8%	4.7%	4.6%
管理费用	-680	-583	-697	-822	-867	-890
%销售收入	11.4%	10.1%	10.1%	9.8%	9.7%	9.6%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	784	954	1,409	2,173	2,431	2,592
%销售收入	13.1%	16.5%	20.3%	25.9%	27.2%	28.0%
财务费用	-126	-86	-40	-19	1	23
%销售收入	2.1%	1.5%	0.6%	0.2%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-74	-49	-98	-74	-50	-50
公允价值变动收益	0	0	56	0	0	0
投资收益	0	-7	13	0	0	0
%税前利润	0.0%	n.a	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	692	914	1,472	2,148	2,449	2,632
营业利润率	11.6%	15.8%	21.2%	25.6%	27.4%	28.4%
营业外收支	-28	-78	59	0	0	0
税前利润	664	837	1,531	2,148	2,449	2,632
利润率	11.1%	14.5%	22.1%	25.6%	27.4%	28.4%
所得税	-135	-148	-224	-301	-343	-368
所得税率	20.3%	17.7%	14.6%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	529	689	1,307	1,847	2,106	2,264
少数股东损益	-46	34	73	88	95	102
归属于母公司的净利润	575	655	1,234	1,759	2,012	2,162
净利率	9.6%	11.3%	17.8%	21.0%	22.5%	23.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	529	689	1,307	1,847	2,106	2,264
少数股东损益	-46	34	73	88	95	102
非现金支出	705	646	647	667	719	794
非经营收益	56	32	-55	65	-3	-12
营运资金变动	-272	-90	119	-127	48	30
经营活动现金净流	1,018	1,277	2,018	2,452	2,870	3,075
资本开支	182	-219	-730	-1,033	-990	-1,140
投资	-6	-159	-454	-10	-10	-10
其他	0	-5	80	0	0	0
投资活动现金净流	176	-384	-1,104	-1,043	-1,000	-1,150
股权募资	0	27	38	0	0	0
债权募资	-644	-897	-700	-150	-456	0
其他	-260	-310	-359	-820	-752	-797
筹资活动现金净流	-904	-1,180	-1,021	-971	-1,207	-798
现金净流量	290	-287	-107	439	663	1,128

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	793	479	449	888	1,551	2,679
应收款项	722	917	689	796	848	880
存货	596	488	487	495	518	532
其他流动资产	276	62	616	632	643	654
流动资产	2,387	1,945	2,241	2,811	3,560	4,745
%总资产	23.5%	20.0%	20.9%	24.2%	28.2%	33.4%
长期投资	164	215	130	130	130	130
固定资产	6,509	6,381	7,080	7,537	7,744	8,078
%总资产	64.2%	65.8%	66.1%	65.0%	61.3%	56.9%
无形资产	951	971	1,036	1,121	1,205	1,238
非流动资产	7,754	7,757	8,462	8,789	9,080	9,446
%总资产	76.5%	80.0%	79.1%	75.8%	71.8%	66.6%
资产总计	10,141	9,701	10,703	11,600	12,640	14,192
短期借款	1,715	1,165	372	357	2	1
应付款项	1,456	1,587	1,782	1,975	2,067	2,124
其他流动负债	108	160	401	339	368	385
流动负债	3,279	2,912	2,555	2,671	2,436	2,511
长期贷款	228	250	400	300	200	200
其他长期负债	731	211	264	90	93	95
负债	4,239	3,373	3,219	3,060	2,729	2,805
普通股股东权益	5,339	5,758	6,802	7,771	9,048	10,422
其中：股本	776	776	776	776	776	776
未分配利润	2,649	3,079	4,081	5,198	6,476	7,849
少数股东权益	564	571	681	769	863	965
负债股东权益合计	10,141	9,701	10,703	11,600	12,640	14,192

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.740	0.843	1.590	2.266	2.592	2.785
每股净资产	6.877	7.417	8.763	10.010	11.656	13.425
每股经营现金净流	1.312	1.645	2.599	3.159	3.697	3.962
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.827	0.945	1.016
回报率						
净资产收益率	10.76%	11.37%	18.14%	22.64%	22.23%	20.75%
总资产收益率	5.67%	6.75%	11.53%	15.17%	15.92%	15.23%
投入资本收益率	7.42%	10.09%	14.49%	20.23%	20.59%	19.16%
增长率						
主营业务收入增长率	16.71%	-3.25%	20.03%	20.96%	6.57%	3.75%
EBIT增长率	66.39%	21.76%	47.66%	54.27%	11.88%	6.59%
净利润增长率	245.00%	13.93%	88.48%	42.56%	14.34%	7.47%
总资产增长率	-4.91%	-4.33%	10.32%	8.38%	8.97%	12.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	29.8	26.6	20.0	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	56.0	51.2	40.5	37.0	37.0	37.0
应付账款周转天数	66.2	64.5	54.6	54.6	54.6	54.6
固定资产周转天数	385.6	369.2	339.0	299.0	287.0	287.8
偿债能力						
净负债/股东权益	27.97%	14.80%	-2.60%	-8.77%	-18.84%	-26.31%
EBIT利息保障倍数	6.2	11.1	35.2	113.6	-3,779.9	-111.8
资产负债率	41.80%	34.77%	30.08%	26.38%	21.59%	19.77%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	2	7
增持	0	0	0	0	5
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.42

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-04-26	买入	15.24	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH